

0- 793587

На правах рукописи

**Вахрушин Иван Владимирович**

**РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КНР: СОСТОЯНИЕ, РАЗВИТИЕ,  
ПЕРСПЕКТИВЫ**

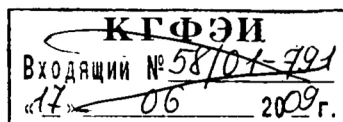
Специальности: 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

08.00.14 – Мировая экономика

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва - 2009



*Handwritten signature*

Диссертация выполнена на кафедре «Денег, кредита и ценных бумаг» Государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Всероссийский заочный финансово-экономический институт»

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор  
Миркин Яков Моисеевич

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
Давтян Микаел Анушаванович

кандидат экономических наук, доцент  
Трифонов Александр Геннадьевич

Ведущая организация: Российский университет дружбы народов

Защита состоится «02» июля 2009 г. в 16 часов в аудитории А-200 на заседании диссертационного совета Д 212.040.01 при ГОУ ВПО «Всероссийский заочный финансово-экономический институт» по адресу: 123995, Москва, ул. Олеко Дундича, 23.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке института.

Автореферат разослан «01» июля 2009 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
к.э.н., доцент



Ситникова В.А.

## 1. Общая характеристика работы

**Актуальность темы исследования.** Исследование рынка ценных бумаг Китая представляет немалый научный интерес в силу слабой изученности этой темы в России, хотя в научном мире зарубежных стран к нему давно проявляют большой интерес.

В КНР, как и в России, до начала экономических преобразований рынки ценных бумаг фактически отсутствовали. Таким образом, с началом рыночных реформ перед обеими странами встала задача создания национальных рынков ценных бумаг. В Китае построение фондового рынка постоянно находилось под пристальным государственным контролем, в то время как в России основы рынка были заложены во многом стихийно.

В силу этих причин, исследование рынка ценных бумаг Китая, характеристика его модели, определение ее количественных и качественных параметров, с последующим сопоставлением с показателями российского рынка, представляются важными с теоретической и практической точек зрения.

Изначально не переоценивая практической значимости сопоставления фондовых рынков Китая и России, необходимо признать важность и актуальность опыта развития фондового рынка КНР как составной части общего курса экономических преобразований в Китае.

**Предметом исследования** являются количественные и качественные параметры, а также регулятивные и практические аспекты организации рынка ценных бумаг КНР в их взаимосвязи с другими сегментами финансового рынка.

**Объектом исследования** является комплекс взаимоотношений различных субъектов экономической деятельности в процессе участия на рынке ценных бумаг КНР.

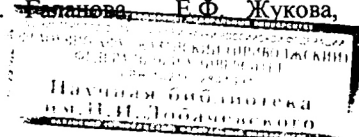
**Цели и задачи исследования.** Целями исследования являются определение общих принципов построения рынка ценных бумаг Китая, количественных и качественных показателей, а также выявление его роли в общей структуре финансового рынка и макроэкономики в целом,

сопоставление с рынком ценных бумаг России и выявление возможностей практического использования опыта Китая в российских условиях.

Достижению указанной цели служат следующие задачи диссертационной работы:

- Определение воздействия фундаментальных социально-экономических факторов на формирование рынка ценных бумаг в КНР, с последующей характеристикой модели рынка, определением ее качественных и количественных параметров;
- раскрытие системы регулирования рынка ценных бумаг и определение роли регулятора в рыночной инфраструктуре;
- раскрытие инструментального ряда рынка (видов ценных бумаг), его структуры и динамики, выявление доминирующих финансовых инструментов;
- определение принципов и показателей деятельности участников рынка, включая сегмент профессиональных участников и частных инвесторов; определение места и роли на рынке различных типов инвесторов;
- выявление особенностей функциональных сегментов рыночной инфраструктуры, таких как первичный и вторичный рынки ценных бумаг; характеристика существующих типов эмитентов, регулятивных требований и процедур выхода ценных бумаг на публичный рынок;
- определение уровня рисков и конкурентоспособности рынка;
- выявление перспектив развития рынка ценных бумаг Китая; сопоставление рыночных моделей России и КНР с определением полезности опыта Китая для России и возможностей его практического использования в российских условиях.

*Теоретические и методологические основы исследования.* В процессе исследования были использованы труды отечественных и зарубежных авторов, теоретические и практические разработки в области рынка ценных бумаг и финансового рынка. Важное место в этой отрасли экономической науки занимают работы Б.И. Алехина, В.А. ~~Баланова~~, Е.Ф. Жукова, В.И.





Колесникова, В.А. Лялина, Я.М. Миркина, Б.Б. Рубцова, В.С. Торкановского и ряда других ученых. Из зарубежных авторов Запада значительный вклад в исследование фондовых рынков внесли С. Грин, С. Коттл, Б.Садвикс, Р. Тьюлз, У. Шарп. Среди китайских ученых, разрабатывающих проблемы рынка ценных бумаг, необходимо выделить Ваня Гохуа, Вэя Яхуа, Гао Шанцюаня, Мэня Яочао, Чжана Яня, Чжоу Сяочуаня, Шана Фулияня.

В исследовании активно используются статистические данные регулятора фондового рынка Китая (КУКЦБ), Народного банка Китая, данные Международной финансовой статистики МВФ (IFS), Международной федерации бирж, Шанхайской (г. Шанхай) и Шэньчжэньской (г. Шэньчжэнь) фондовых бирж.

Методологическую основу исследования составляют общие принципы системного анализа, сравнения статистических показателей, анализ динамических рядов, экономико-математические методы.

**Степень изученности темы.** Вопросы рынка ценных бумаг Китая привлекают большой интерес зарубежных исследователей, а также являются одной из центральных тем в научных работах китайских ученых. Однако в России эта проблематика недостаточно глубоко изучена. В этой связи необходимо отметить труды Л.В. Новоселовой, Э.П. Пивоваровой, В.Я. Портякова, Б.Б. Рубцова, а также диссертацию на соискание ученой степени кандидата экономических наук Шаринова Д.Н. «Формирование и регулирование фондового рынка КНР», выполненную в Институте Дальнего Востока РАН в 2001 году; учебник «Деньги, кредит, банки» под редакцией Е.Ф. Жукова (4-е издание), написанный авторским коллективом преподавателей кафедры «Денег, кредита и ценных бумаг» ВЗФЭИ, в котором в том числе исследуются денежная и банковская системы КНР.

**Научная новизна диссертации** обусловлена тем, что особенности и развитие рынка ценных бумаг КНР раскрыты на основе анализа фундаментальных факторов, влияющих на формирование национальных фондовых рынков (политическая и экономическая системы государства,

структура собственности на фондовом рынке, уровень монетизации экономики, традиционные ценности населения, отраслевая структура и др.), что позволило определить роль рынка ценных бумаг Китая как составной части финансового рынка и в экономике страны в целом. При этом последовательное сравнение с российским рынком ценных бумаг на базе сопоставимых статистических данных создало объективную основу для выявления параллелей и различий между национальными рынками Китая и России и возможностей использования китайского опыта в российской практике.

В процессе исследования были получены следующие результаты, определяющие научную новизну:

1. Определено воздействие фундаментальных социально-экономических факторов на формирование национальной модели рынка ценных бумаг КНР. Данная модель является уникальной в силу того, что Китай представляет собой единственный прецедент существования крупного по объемам рынка ценных бумаг в государстве с многоукладной рыночно ориентированной экономикой при сохраняющейся монополизации в политической сфере. Раскрыты особенности регулятивной системы фондового рынка КНР, построенной по образцу «американской модели». Однако в КНР, в силу высокой степени централизации государственного управления, система регулирования фондового рынка является более жесткой и выполняет ряд функций, отсутствующих в практике США. В их числе государственное квотирование объемов эмиссий, разрешительный характер эмиссионных процедур, контроль деятельности саморегулируемых организаций (СРО) и профессиональных участников рынка, система поручительства для эмитентов и контроль ценообразования на первичном рынке ценных бумаг. Подобные меры позволяют осуществлять регулирование ключевых параметров рынка ценных бумаг и встраивать его в общегосударственный план экономического развития.

2. Выявлено, что структура собственности на рынке акций КНР характеризуется высокой концентрацией пакетов акций (“stakeholder capitalism”), что обуславливает долговой характер национального финансового

рынка. Раскрыты задачи, ход и перспективы реформы акционерных капиталов компаний, направленной на устранение существующего деления на рыночные и нерыночные акции. В долгосрочной перспективе результатом реформы предположительно станет масштабная приватизация государственных пакетов акций.

3. В результате исследования инвестиционной базы фондового рынка Китая и сложившейся структуры инвесторов показано, что рынок ориентирован на внутренние инвестиционные ресурсы, объем внешних инвестиций незначителен, что во многом обеспечивает защиту фондового рынка КНР от воздействия мировой конъюнктуры. В общем объеме инвестиций доминируют индивидуальные инвесторы. Вложения институциональных инвесторов относительно невелики, однако в последние годы проявилась тенденция их роста.

4. На основе расчетов и сравнительного анализа значений рыночного риска по ряду фондовых рынков стран мира установлено, что рынок Китая с точки зрения спекулятивности является одним из самых рискованных в мире. Вместе с тем выявлена благоприятная тенденция повышения ликвидности рынка ценных бумаг КНР.

5. В результате проведенного исследования выявлены перспективы развития рынка ценных бумаг Китая, среди которых повышение роли фондового рынка в финансировании экономики, рост доли акций в свободном обращении, ускоренное развитие рынка корпоративных облигаций, расширение сектора институциональных инвесторов, либерализация притока иностранных портфельных инвестиций. Предложены возможные направления практического применения опыта Китая в России, в числе которых налоговое стимулирование внутренних инвестиций, создание крупного компенсационного фонда для защиты инвесторов, консолидация сектора компаний по ценным бумагам, усиление регулирования рынка IPO, введение системы квалифицированных иностранных институциональных инвесторов.

**Практическая значимость результатов исследования.** Выводы и предложения, сформулированные в результате исследования, могут быть учтены в ходе дальнейшего развития рынка ценных бумаг России, прежде всего при решении задач массового привлечения индивидуальных инвесторов и повышения эффективности деятельности регулятора рынка.

Материалы исследования также могут быть использованы в учебном процессе в дисциплинах «Рынок ценных бумаг», «Мировая экономика».

**Апробация результатов исследования.** Основные разработки в процессе исследования докладывались и обсуждались на Международной молодежной научной конференции «XIV Туполевские чтения» (Казань, Казанский государственный технический университет им. А.Н. Туполева, 2006); Всероссийской научно-практической конференции «Стратегия и тактика развития России» (Москва, ВЗФЭИ, 2006); Всероссийской научно-практической конференции «Проблемы и перспективы реализации инвестиционной политики в Российской Федерации на современном этапе» (Казань, Казанский государственный финансово-экономический институт, 2007); Международной научно-практической конференции «Социально-экономическая и финансовая политика России в процессе перехода на инновационный путь развития», проведенной ВЗФЭИ 22-23 апреля 2008 г, а также нашли практическое применение в деятельности ИК «Еврофинансы».

**Публикации автора.** По теме диссертационной работы опубликованы восемь работ общим объемом 2,73 п.л., из них две работы опубликованы в издании, рекомендованном ВАК.

**Объем и структура работы.** Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, содержит 34 таблицы и 2 рисунка.

## 2. Основное содержание работы

В соответствии с целями и задачами исследования выделены и раскрыты следующие группы проблем.

*Первая группа проблем* связана с раскрытием модели рынка ценных бумаг КНР и его регулятивной системы на основе анализа фундаментальных факторов, формирующих национальные модели фондовых рынков.

В ходе исследования определено воздействие фундаментальных факторов, формирующих рынок ценных бумаг Китая, что позволило сделать следующие выводы: модель фондового рынка Китая является уникальной, так как представляет собой единственный прецедент существования крупного рынка ценных бумаг в государстве с многоукладной рыночно ориентированной экономикой при полностью монополизированной политической сфере. Фондовый рынок КНР сформировался под влиянием сильной государственной власти, процесс его развития спланирован и жестко контролируется государством.

В 1994-2007 г.г. отношение рынка ценных бумаг к объемам банковского кредитования в КНР составило 73,3%, в т.ч. по внутреннему рынку акций - 8,2%, внутреннему и зарубежному рынкам акций – 11,6%, рынку гособлигаций (казначейские и финансовые облигации) – 55,6%, рынку корпоративных облигаций – 6,1%.

Доля рынка ценных бумаг в инвестициях в основной капитал котирующихся компаний Китая в 1994-2007 г.г. составила 30,7%, в том числе 20,1% за счет эмиссии акций, 10,6% - корпоративных облигаций.

Несмотря на значительный абсолютный объем рынка акций, финансовый рынок Китая имеет долговую сущность, что проявляется в доминирующей роли банковского кредитования и государственных ценных бумаг (облигаций) в финансировании хозяйства. Сравнительный анализ воздействия фундаментальных факторов по рынкам стран группы БРИК (Бразилия, Индия, Китай, Россия) позволил сделать вывод, что по ряду макроэкономических

показателей, влияющих на развитие фондовых рынков, КНР имеет ряд преимуществ перед остальными странами группы. В их числе: предельно высокий уровень монетизации, низкая степень централизации финансовых ресурсов в экономике, рекордно высокий уровень частных сбережений, многолетнее лидерство в привлечении прямых иностранных инвестиций.

В диссертации обосновано, что положенный в основу рынка акций механизм акционирования государственных компаний с выделением трех различных сегментов акций (нерыночные акции государства, нерыночные акции юридических лиц и рыночные акции) позволил правительству сохранить контрольный пакет акций в абсолютном большинстве котирующихся компаний. В силу этого, фондовый рынок Китая характеризуется высокой концентрацией собственности в акционерных капиталах компаний и является разновидностью *“stakeholder capitalism”* (рынок держателей крупных пакетов). Как правило, в странах с подобным типом рынка акций в национальной экономике преобладает долговое финансирование хозяйства (включающее банковские кредиты и облигации), так как контролирующие акционеры не заинтересованы в продаже акций, ведущей к сокращению их доли собственности, и прибегают в основном к долговому финансированию. При этом в Китае контролирующим акционером большинства компаний является государство.

Высокая доля нерыночных акций делает показатель рыночной капитализации фондового рынка во многом искусственным, не отражающим реальной роли рынка в финансировании экономики. Однако, несмотря на это, доля свободной рыночной капитализации в КНР (*free float*) выше, чем в других странах БРИК.

Отраслевая структура рынка акций Китая, как и экономика страны в целом, имеет диверсифицированный характер с преобладанием предприятий обрабатывающей промышленности.

В результате анализа фундаментального фактора традиционных ценностей населения сделан вывод, что особенности экономического поведения китайской нации обусловлены совместным влиянием культурных и

религиозных традиций в сочетании с многоплановым историческим наследием. В основе менталитета китайской нации лежат склонность к активному экономическому поведению, принятию рисков, стремление к извлечению прибыли.

Анализ статистических данных о рыночной доле индивидуальных инвесторов показал, что фондовый рынок Китая – это «рынок населения» с присущими ему спекуляциями и высокой степенью волатильности. Частные инвесторы, по официальным данным регулятора, доминируют в структуре инвестиций, однако приведены также аргументы в пользу того, что в этом вопросе данные официальной статистики могут не отражать объективной роли населения и роль последнего, возможно, значительно преувеличена. Тем не менее, учитывая, что экономика КНР лидирует в мире по уровню национальных и частных сбережений, а также предельно высокую инвестиционную активность населения Китая, внутренние финансовые ресурсы для фондового рынка представляются весьма значительными.

Раскрыты особенности регулятивной системы рынка ценных бумаг КНР. Показано, что за основу системы регулирования в Китае была принята «американская модель», характеризующаяся наличием единого органа регулирования и системой жестких правил и предписаний. Однако воздействие указанного выше фундаментального фактора сильного государства и централизованной государственной власти предопределило формирование регулятивной системы фондового рынка как предельно жесткой, с расширенным объемом функций и полномочий в сравнении с выбранным образцом - США.

Это проявляется в нескольких ключевых аспектах:

*во-первых*, регулятор рынка ценных бумаг КНР (Комиссия по управлению и контролю рынка ценных бумаг – КУКЦБ) является единственным субъектом регулирования рынка, в то время как в США отдельные штаты могут выполнять определенные функции в этой сфере;

*во-вторых*, процессы эмиссий и публичных размещений ценных бумаг подвержены высокой централизации и государственному планированию, что нашло отражение в регулировании объема фондового рынка, исходя из долгосрочной стратегии его развития. Практически это воплощается в системе квотирования объемов IPO (инвестиционные квоты), и КУКЦБ является решающей инстанцией в процессе отбора компаний-претендентов на проведение размещений ценных бумаг;

*в-третьих*, КУКЦБ осуществляет прямой контроль деятельности всех профессиональных участников рынка ценных бумаг и объектов вспомогательной инфраструктуры (СМИ, аудиторы, юристы) посредством разветвленной системы лицензирования. При этом саморегулируемые организации (СРО) – фондовые биржи, профессиональные ассоциации – являются таковыми лишь по формальным признакам и непосредственно подконтрольны КУКЦБ;

*в-четвертых*, существующие в Китае жесткие ограничения на перемещение капиталов через границу приводят к жесткой регламентации деятельности квалифицированных иностранных институциональных инвесторов и квалифицированных отечественных институциональных инвесторов (последним разрешено вести операции с иностранными ценными бумагами). Это фактически приводит к выполнению регулятором не свойственных ему функций по валютному регулированию (разработка порядка открытия валютных счетов, механизмов конвертации и прочее).

**Вторая группа проблем** связана с анализом рынка ценных бумаг КНР в следующих аспектах: структура финансовых инструментов (виды ценных бумаг), структура участников рынка (типы эмитентов, инвесторов, профессиональных участников), функциональные сегменты рынка (первичный и вторичный рынки ценных бумаг); анализ рисков и конкурентоспособности рынка.



В ходе исследования раскрыт инструментальный ряд рынка ценных бумаг КНР и сделан вывод о том, что, являясь формирующимся рынком, он характеризуется ограниченным набором финансовых инструментов.

Вместе с тем в работе показано, что рынок акций имеет сложную структуру с делением на типы в зависимости от целевой направленности (при этом по законодательству все акции являются обыкновенными). Так, акции типа «А» составляют большую часть акционерных капиталов компаний. Они выпускаются и котируются в юанях, и предназначены для внутренних инвесторов. Из представителей зарубежного капитала только квалифицированные иностранные институциональные инвесторы могут приобретать их в пределах установленной регулятором квоты.

Акции типа «В» изначально были предназначены для иностранных инвесторов, приобретаются за доллары США, котируются в юанях. С 2001 годы право приобретать их получили и внутренние инвесторы. Однако этот сегмент акций так и не получил серьезного развития, отличается низкой ликвидностью и во многом может рассматриваться как атавизм фондового рынка.

Акции типа «Н» предназначены для инвесторов Гонконга (Сянган - специальный административный район КНР) и обращаются на Гонконгской фондовой бирже. Они выпускаются и котируются в гонконгских долларах. Их доля в структуре акционерных капиталов значительна. Аналогичными являются акции типа “N”, “L”, “S”, размещаемые соответственно на Нью-Йоркской, Лондонской и Сингапурской фондовых биржах.

В ходе проведенного анализа установлено, что акции типа «А» являются основой акционерных капиталов компаний, составляя подавляющую его часть. Они в свою очередь подразделяются на три категории. В процессе акционирования госпредприятий в структуре капитала примерно в равных пропорциях выделяются три типа акций: акции государства выражают долю собственности последнего (принадлежат органам госимущества или правительствам провинций); акции юридических лиц принадлежат материнским компаниям и организациям-соучредителям котирующихся

компаний. Первые два вида акций не обращаются на публичном рынке, и только последний тип – индивидуальные (рыночные) акции, поступают в открытое обращение и представляют собой объект рыночных инвестиций. Структура капитала котирующихся компаний Китая представлена на рис. 1.



Рис. 1. Виды и структура владения акциями в КНР

В работе обосновано, что подобная структура капиталов привела к диспропорциям в ценообразовании на акции. Правительство Китая осознало, что преодоление сегментации рынка акций является необходимым условием его успешного развития. В силу этого, в 2005 году началась долгосрочная реформа акционерных капиталов, целью которой является постепенная конвертация нерыночных акций в рыночные с предоставлением компенсации владельцам последних.

Анализ хода реформы показал, что основной формой компенсации является передача части конвертируемых нерыночных акций, исходя из соотношения, установленного на договорной основе между всеми заинтересованными сторонами.

Реформа спланирована таким образом, что конвертированные пакеты акций блокируются на длительный срок и поступают на рынок небольшими частями. Проанализированные статистические данные о структуре акционерных капиталов котирующихся компаний свидетельствуют о том, что в целом последствия реформы пока не наступили. Тем не менее, предположительно в среднесрочной перспективе результатом реформы станет приватизация значительной части государственных пакетов акций и, соответственно, повышение уровня “free float” на фондовом рынке Китая.

В ходе исследования установлено, что рынок облигаций КНР, как и фондовый рынок в целом, характеризуется жестким регулированием со стороны государства. Анализ инструментального ряда показал, что в Китае выпускаются три типа облигаций: казначейские, финансовые и корпоративные. Казначейские облигации составляют более половины общего объема эмиссий. Они выпускаются Министерством финансов КНР в основном для финансирования расходов государственного бюджета. Финансовые облигации по своим характеристикам фактически также являются государственными ценными бумагами с полным предоставлением по ним государственных гарантий. Их доля в структуре рынка облигаций составляет около одной трети. В настоящее время финансовые облигации выпускаются тремя государственными банками развития для финансирования крупных инфраструктурных проектов. В частности, Государственный банк развития Китая почти полностью формирует свои активы за счет выпуска этого типа ценных бумаг.

Установлено также, что корпоративные облигации составляют меньшую часть, хотя в последние годы их доля существенно возросла. Это связано с мерами регулятора, направленными на стимулирование этого сегмента. Так,

например, если раньше выпуск корпоративных облигаций осуществлялся в пределах установленной государством квоты исключительно госпредприятиями и был связан со значительными административными барьерами, то в настоящее время квотирование объемов эмиссий отменено, а эмитентом может являться предприятие любой формы собственности, отвечающее установленным критериям финансового состояния. Принят также ряд других мер, направленных на упрощение и стимулирование корпоративных займов.

Основной объем торгов облигациями осуществляется на межбанковском рынке, причем большая часть оборота приходится на сделки «репо» с казначейскими облигациями.

В работе раскрыты принципы организации и роль сектора институциональных инвесторов. Как было указано выше, фондовый рынок Китая характеризуется доминированием индивидуальных инвесторов. Однако, согласно официальным данным регулятора, последовательная политика стимулирования сектора институциональных инвесторов привела к тому, что по состоянию на начало 2008 года их доля на рынке достигла почти 50%.

В ходе исследования показано, что в Китае применяется американский принцип разделения коммерческого и инвестиционного банковского дела. И, несмотря на то, что некоторые ограничения на операции коммерческих банков с ценными бумагами уже сняты (им разрешено создавать дочерние структуры для ведения фондового бизнеса), тем не менее, в настоящее время практически монопольное положение на рынке занимают компании по ценным бумагам (брокерско-дилерские компании). Они делятся на универсальные компании (осуществляющие весь комплекс операций на рынке ценных бумаг) и брокерские компании (их деятельность ограничена брокерскими операциями).

В результате проведенного анализа установлено, что большинство универсальных компаний по ценным бумагам были учреждены государством (в основном правительствами провинций) и в настоящее время являются государственными акционерными компаниями. Наиболее крупные из них

обладают значительной капитализацией. В ходе рецессии рынка акций Китая в 2001-2005 г.г. сектор компаний по ценным бумагам пришел в упадок, и государство было вынуждено провести его санацию и консолидацию. Ряд компаний был ликвидирован, имела место серия слияний и поглощений. В итоге общее количество компаний по стране составило чуть более 100, что привело к значительному росту концентрации их капиталов. С учетом уроков кризиса КУКЦБ внедрила систему непрерывного риск-мониторинга сектора, базирующуюся на общем критерии достаточности собственного капитала.

В секторе компаний по ценным бумагам растет доля частного капитала. Все чаще крупные компании переходят в частное владение на рынке слияний и поглощений.

В рамках общей политики Китая по ограничению иностранных портфельных инвестиций введен институт квалифицированных иностранных институциональных инвесторов, базирующийся на принципе квотирования притока иностранных инвестиций на рынок акций типа «А». Статус квалифицированных инвесторов получают крупнейшие транснациональные финансовые институты. Однако в настоящее время их общая инвестиционная квота составляет всего 30 млрд. долл., что является крайне незначительной долей в общем объеме фондового рынка Китая.

Страховые компании позже других институциональных инвесторов получили разрешение участвовать в операциях на рынке ценных бумаг. КУКЦБ совместно с регулятором страхового рынка проводит политику по постепенному увеличению разрешенного объема страховых активов для инвестиций на фондовый рынок (устанавливается как предельно допустимая доля в общих активах страховых компаний). В настоящее время, учитывая кризисное состояние рынка акций, в инвестиционном портфеле страховых компаний преобладают государственные облигации.

Раскрыта деятельность инвестиционных фондов в КНР и установлено, что последние годы ознаменовались колоссальным расширением этого сектора. Значительно выросли как количество инвестиционных фондов, так и общий

объем их вложений. Политика регулятора направлена на стимулирование и диверсификацию этого сектора, в результате чего типовая структура инвестиционных фондов становится более разнообразной. Вместе с тем стремительное развитие данного сегмента вступает в контраст с недостаточной ролью страховых и пенсионных активов на фондовом рынке, что привело к доминированию инвестиционных фондов в структуре институциональных инвесторов. Серьезными проблемами являются недостаточный профессионализм управляющих компаний инвестиционных фондов, отсутствие диверсификации в инвестиционных стратегиях.

Анализ принципов организации и механизма первичного рынка акций КНР позволил сделать вывод, что он так же, как и модель фондового рынка, сформировался в значительной мере под воздействием жесткой регулятивной системы, которая охватывает и рынок IPO. Помимо ограничений в виде квотирования количества и объемов публичных размещений, к компаниям-претендентам предъявляются высокие требования в части финансовых показателей их деятельности.

В ходе исследования установлено, что на первичном рынке ценных бумаг Китая действует система поручительства (поручителем по размещению выступает, как правило, главный андеррайтер). Фактически это механизм делегирования части контрольных полномочий регулятора профессиональным участникам рынка - организаторам IPO, предусматривающий определенную ответственность последних. В частности, поручитель несет ответственность за надлежащее проведение процедур «дью дилидженс» (“due diligence” - предварительная проверка соответствия компании установленным критериям), отвечает за обоснованность цены размещения, достоверность предоставляемых компанией-эмитентом сведений, контролирует финансовые показатели компании в течение установленного периода после размещения. В случае несоблюдения перечисленных условий поручитель может лишиться лицензии андеррайтера.

Вместе с тем в ходе исследования выявлено, что имеет место определенная либерализация рыночных процедур: в частности, введен новый, рыночно ориентированный механизм ценообразования на рынке IPO; распределение инвестиционной квоты стало осуществляться на более рыночных началах; разрешен выход на фондовый рынок групп компаний (формирование публичных холдинговых компаний).

Анализ структуры эмитентов фондового рынка Китая позволил сделать вывод, что большинством котирующихся компаний являются госкорпорации (бывшие госпредприятия). Частные компании составляют меньшинство, так как высокие требования к финансовым показателям эмитентов создают значительный барьер для большинства частных компаний, зачастую представляющих венчурный капитал.

Проанализированные статистические данные первичного рынка акций Китая свидетельствуют, что в докризисный период (до начала 2008 г.) проявились тенденции стремительного роста количества и общего объема как первичных, так и вторичных размещений. С преодолением мирового финансового кризиса эти тенденции предположительно возобновятся.

В ходе исследования вторичного рынка акций определена обратная взаимосвязь общей динамики котировок рынка акций с уровнем международных цен на углеводороды, что связано с преобладанием промышленных компаний в отраслевой структуре фондового рынка Китая. Выделены основные этапы развития вторичного рынка акций КНР.

Определены основные организационные особенности Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж. Показано, что они, формально являясь СРО, в своей деятельности полностью подконтрольны КУКЦБ (регулятору).

Выявлена динамика основных операционных показателей фондовых бирж: в докризисный период на биржевом рынке произошел многократный рост ключевых параметров. Повысилась концентрация рыночной капитализации, что связано с выходом на фондовый рынок ряда крупнейших корпораций, вследствие чего на рынке сформировалось ядро из «голубых

фишек». Биржевой рынок Китая характеризуется невысоким уровнем торговой концентрации, приходящейся на акции «голубых фишек», и в целом имеет диверсифицированную структуру сделок по видам акций.

Произведены расчеты уровней рыночного риска (волатильности) для ряда развитых и развивающихся национальных фондовых рынков. В результате анализа полученных результатов выявлено, что рынок акций КНР имеет наиболее высокий уровень волатильности по анализируемой выборке. Это позволило отнести фондовый рынок Китая к наиболее рискованным в мире.

Исследование показало, что рынок акций Китая характеризуется предельно высокими значениями коэффициента P/E, что связано с преимущественно спекулятивным ростом котировок, приводящим к значительной переоцененности акций.

Выявленная динамика скорости обращения акций показывает, что в докризисный период произошел существенный рост рыночной ликвидности. По этому показателю Китай значительно превзошел остальные страны БРИК. О росте ликвидности свидетельствуют и данные Народного банка Китая о сокращении величины рыночного спреда. Однако, учитывая высокий уровень рыночной волатильности, можно предположить, что данный рост ликвидности обусловлен в основном нарастанием спекулятивной активности населения на беспрецедентном «рынке быков» 2006 - начала 2008 годов.

В работе установлено, что факторами повышения уровня рисков фондового рынка Китая являются невысокие операционные показатели большинства госкорпораций, предельно низкий уровень дивидендной доходности фондового рынка, активное вмешательство государства в деятельность подконтрольных компаний (вливание активов, субсидирование), ведущее к искажению их рыночной оценки.

Факторами снижения рыночных рисков являются диверсифицированная отраслевая структура фондового рынка и относительно равномерное распределение торговой активности по видам акций.



*Третья группа проблем* связана с выявлением перспектив развития фондового рынка КНР, извлечением полезного для России опыта и определением возможностей практического применения отдельных элементов китайской модели в условиях российского рынка.

С учетом результатов проведенного исследования определены тенденции развития фондового рынка КНР:

- в среднесрочной перспективе масштабная приватизация госпакетов акций в результате завершения реформы нерыночных акций, и, как следствие, существенное повышение уровня “free float” и переход к более обоснованным котировкам, отражающим экономическую эффективность котирующихся компаний;
- повышение общего уровня эффективности и рентабельности котирующихся компаний, качества их корпоративного управления вследствие сокращения государственного участия и, соответственно, увеличения доли частного капитала в компаниях;
- ускоренное развитие рынка корпоративных облигаций в результате активного стимулирования этого сегмента со стороны регулятора;
- повышение доли фондового рынка в финансировании экономики в результате реформы нерыночных акций и развития сегмента корпоративных облигаций, однако при сохранении ведущей роли банковского финансирования (bank-based model);
- постепенная либерализация фондового рынка с расширением притока иностранных портфельных инвестиций как составная часть общезкономического либерального курса правительства;
- расширение сектора институциональных инвесторов и повышение его рыночной доли в результате развития сегмента специализированных институциональных инвесторов, увеличения в структуре финансовых посредников количества частных компаний, а также постепенного снятия ограничений для коммерческих банков на ведение фондовых операций;

- создание многоуровневого рынка ценных бумаг, в том числе активизация биржевых сегментов компаний роста и средних и малых компаний с целью стимулирования размещений акций со стороны частных компаний;
- постепенное снятие регулятивных барьеров между инвестиционным и коммерческим банковским делом;
- рост количества видов финансовых инструментов фондового рынка, в частности, в сегментах корпоративных облигаций и производных финансовых инструментов.

В результате обобщения результатов исследования показано, что следующие особенности в развитии фондового рынка КНР содержат полезный опыт для России:

- последовательная политика первоочередного развития внутренней инвестиционной базы; общий акцент на привлечение населения на рынок в качестве главного источника вложений, в итоге создание устойчивого внутреннего ядра фондового рынка;
- ограничение притока иностранных портфельных инвестиций как защитный механизм, снижающий степень воздействия мировой рыночной конъюнктуры, в том числе международных финансовых потрясений и спекулятивных атак;
- диверсифицированная отраслевая структура рынка акций и относительно равномерное распределение торговой активности по акциям различных эмитентов как факторы снижения общего рыночного риска;
- регулятивная модель рынка с единым органом регулирования и четкой вертикалью функций и полномочий, способствующая скоординированному развитию рынка и успешному противодействию недобросовестной практике.

В результате исследования предложены практические меры на российском рынке ценных бумаг, реализованные в модели КНР:

- налоговое стимулирование внутренних инвестиций (частичное или полное освобождение от налогообложения доходов от операций с

ценными бумагами) в целях активного привлечения инвесторов, прежде всего частных;

- создание системы страхования частных инвесторов от нерыночных рисков, связанных с деятельностью профессиональных участников рынка (государственный компенсационный фонд на рынке ценных бумаг) в целях повышения доверия граждан к фондовому рынку;
- консолидация сектора отечественных брокерско-дилерских компаний с участием государства в их капиталах в целях создания внутреннего ядра институциональных инвесторов, более эффективной конкуренции с иностранными компаниями за организацию крупных IPO, возможности финансирования масштабных инвестиционных проектов;
- усиление регулирования на рынке IPO, в частности, введение поручительства организаторов размещения, регулятивное закрепление обязательности и унификации процедур «дью дилидженс» в целях повышения качества размещений и ценообразования на первичном рынке ценных бумаг;
- введение системы квалифицированных иностранных институциональных инвесторов в качестве механизма стимулирования долгосрочных портфельных инвестиций со стороны крупнейших финансовых институтов, а также ограничения притока краткосрочных спекулятивных вложений.

В качестве общего результата исследования сделан вывод о возможности сближения качественных характеристик фондовых рынков КНР и России. С одной стороны, фондовый рынок Китая постепенно либерализуется, в то время как на российском рынке происходят обратные процессы – переход от высокой степени либерализации к более жесткому регулированию. С другой стороны, в условиях углубляющегося мирового финансового кризиса и нарастания проблем крупного частного бизнеса, в России в рамках антикризисной политики возможна масштабная реализация схемы «конвертация долгов в акции», что может привести к значительному повышению доли собственности государства в корпорациях и приближению структуры собственности российского рынка акций к китайскому образцу.

**Список опубликованных работ по теме диссертации**

1. Вахрушин И.В. Институциональные инвесторы фондового рынка КНР: современные тенденции развития// М.: Финансы и кредит, №6, 2008 – 0,67 п.л. (издание, рекомендованное ВАК РФ).
2. Вахрушин И.В. Первичный рынок акций Китая: основные тенденции и общий прогноз развития// М.: Финансы и кредит, №5, 2009 – 0,46 п.л. (издание, рекомендованное ВАК РФ).
3. Вахрушин И.В. Нормативное регулирование системы отчетности компаний, зарегистрированных на фондовых биржах КНР// М.: ж. «Бухгалтерская отчетность организации», №2, 2005 – 0,17 п.л.
4. Вахрушин И.В. Фондовый рынок Китая: история становления и развития// М.: ж. «Управление собственностью», №2, 2005 – 0,4 п.л.
5. Вахрушин И.В. Особенности формирования и развития фондового рынка КНР// Материалы Международной молодежной научной конференции «XIV Туполевские чтения», проведенной 10-11 ноября 2006 года, Том VI. – Казань: КГТУ им. А.Н. Туполева, 2006 – 0,18 п.л.
6. Вахрушин И.В. Фондовый рынок Китая: проблемы и перспективы// Сборник статей по материалам Всероссийской научно-практической конференции «Стратегия и тактика развития России», проведенной ВЗФЭИ 28-29 ноября 2006 года, Том I. – М.: ВЗФЭИ, 2007 – 0,24 п.л.
7. Вахрушин И.В. К вопросу о дефинициях рынка ценных бумаг// Сборник докладов по материалам Всероссийской научно-практической конференции «Проблемы и перспективы реализации инвестиционной политики Российской Федерации на современном этапе», проведенной 18-19 мая 2007 года. – Казань: КГФЭИ, 2007 – 0,36 п.л.
8. Вахрушин И.В. Общие принципы организации и функционирования регулятивной системы рынка ценных бумаг Китая // Сборник статей по материалам Международной научно-практической конференции «Социально-экономическая и финансовая политика России в процессе перехода на инновационный путь развития», проведенной ВЗФЭИ 22-23 апреля 2008 г. Заседания секций. Том 2. – М.: ВЗФЭИ, 2008 – 0,25 п.л.



ЛР ИД № 00009 от 25.08.99 г.

Подписано в печать 02.06.2009. Формат 60×90 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>.  
Бумага офсетная. Гарнитура Times New Roman Сут.  
Усл. печ. л. 1,1. Тираж 100 экз. Заказ № 1170.

Отпечатано в редакционно-издательском отделе  
Всероссийского заочного  
финансово-экономического института (ВЗФЭИ)  
с оригинал-макета заказчика.  
Олеко Дундича, 23, Москва, Г-96, ГСП-5, 123995



10 ~